



12. März 2008

Kurs (15:30, FFM.): 1,55 €
 aktuelles Kursziel: 1,60 €
 vorheriges Kursziel: ---

Branche: Fußball/ Medien

Borussia Dortmund ist ein deutscher Fußballverein, der durch eine lange Tradition und eine breite Fanbasis gekennzeichnet ist. Der Verein spielt in der 1. Bundesliga. Wertvollstes Asset ist das Stadion, der SIGNAL IDUNA PARK.

Land: D
 ISIN: DE0005493092
 Bloomberg: BVB

Kurs 52 Wochen

Hoch: 2,30 €
 Tief: 1,21 €
 Marktkap. (in Mio.): 95,2
 Anzahl Aktien (in Mio.): 61,4
 Free-float: 54,5%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006/07	0,17 €	---
2007/08e	0,02 €	101,3
2008/09e	0,03 €	61,8
2009/10e	0,09 €	17,0

	Dividende	Rendite
2006/07	0,00 €	---
2007/08e	0,00 €	0,0%
2008/09e	0,00 €	0,0%
2009/10e	0,00 €	0,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006/07	1,3	7,5
2007/08e	1,1	16,5
2008/09e	1,1	15,9
2009/10e	1,0	8,3

Nächster Termin:
 Hauptversammlung 25.11.2008



Sebastian Hein, Analyst
 Telefon: +49 (0)211/4952-606
 Fax: +49 (0)211/4952-494
 sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Halten (zuvor: ---)

UNTERNEHMENSgegenstand

In der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA werden die Profifußballaktivitäten des deutschen Bundesligaver eins Borussia Dortmund gebündelt. Nicht zuletzt dank sportlicher Erfolge in den späten 50er/60er- und in den 90er Jahren besitzt der Verein einen hohen internationalen Bekanntheitsgrad, der sich auch in der Marke Borussia Dortmund widerspiegelt. Der Verein zeichnet sich durch eine breite Fanbasis und konstant hohe Zuschauerzahlen aus. Wertvollstes Asset von Borussia Dortmund ist der SIGNAL IDUNA PARK, der mit 80.708 Plätzen die größte Kapazität aller Stadien in der Bundesliga hat. Nach den Erfolgen der 90er Jahre, deren Höhepunkt der Gewinn der Champions League 1997 war, folgte eine Finanzkrise des Vereins. Infolgedessen musste die Borussia Dortmund KGaA mit Hilfe eines Restrukturierungsprogramms saniert werden. Die Folgen der Finanzkrise haben zum Teil auch heute noch Einfluss auf das operative Geschäft.

STRATEGIE

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA steht unverändert vor der Herausforderung, klar limitierte Finanzbudgets und sportliche Ziele zu vereinbaren. Der Verein strebt an, dies mit Hilfe einer positiven Transferbilanz, einer verbesserten Vermarktung, höherer TV-Erlöse, konstant hoher Zuschauereinnahmen und intensiver Jugendarbeit zu erreichen. Mittelfristig soll die Qualifikation für einen europäischen Wettbewerb wiedererlangt werden. Diese hätte eine positive Hebelwirkung für die gesamte Erlösstruktur. Mit der zuletzt erfolgten Vertragsverlängerung mit Trainer Thomas Doll (bis Juni 2010) und der langfristigen Bindung von Geschäftsführung und Vorstandsmitgliedern, beabsichtigt das Unternehmen, Kontinuität in sportlicher und betriebswirtschaftlicher Leitung zu bewahren. Der Vorsitzende der Geschäftsführung, Hans-Joachim Watzke, besitzt ebenso wie der zweite Geschäftsführer, Thomas Treß, einen Vertrag bis zum 31.12.2011.

Ertragspotenziale der Gesellschaft resultieren in erster Linie aus dem neu ausgehandelten TV-Vertrag (ab 2009/10) sowie dem neu auszuhandelnden Ausrüstervertrag (ab 2009/10) und neuer Sponsoring-Potenziale nach Auslaufen des Vermarktungsvertrages mit SPORTFIVE (ab 2010/11).

FAZIT

Ein Fußballunternehmen ist einer Reihe von internen und externen Risikofaktoren ausgesetzt, die Einfluss auf die Ertragslage des Unternehmens nehmen können. Das höchste Risiko erwächst unmittelbar aus der geringen Planbarkeit des sportlichen Erfolgs. Der wirtschaftliche Erfolg, der sich u.a. aus Ticketerlösen, TV-Erlösen und Sponsoring zusammensetzt, ist vom sportlichen Erfolg abhängig. Borussia Dortmund ist zudem stark von der öffentlichen Wahrnehmung abhängig, die neben sportlichen Faktoren auch durch Emotionen bestimmt wird. Nicht zuletzt können Fehlinvestitionen im Bereich des Lizenzspielerkaders Zielerreichungen gefährden, wobei die Investitionsentscheidung mit hohen Unsicherheiten behaftet ist, da z.B. Verletzungen und Formschwächen von Spielern nicht kalkulierbar sind.

Wir gelangen gemäß unseres DCF-Modells zu einem Kursziel von 1,60 € und stufen den Wert im Rahmen unserer Ersteinschätzung mit dem Anlageurteil Halten ein.

HISTORIE

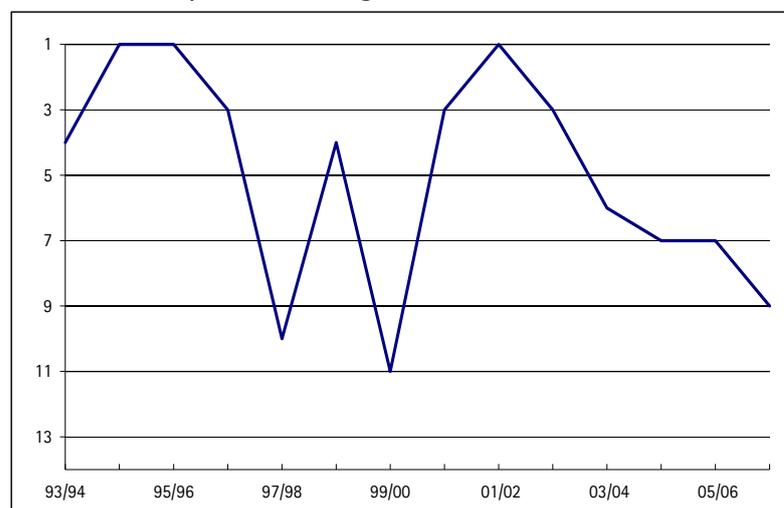
Seit November 1999 sind die Lizenzspielerabteilung der Borussia sowie die zweite Mannschaft und die A-Jugend in die börsennotierte Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA ausgelagert. Die Gesellschaft geht auf den am 19. Dezember 1909 gegründeten Ballspielverein Borussia 09 e.V. Dortmund zurück. Die Zugehörigkeit zur Ruhrbezirksklasse wurde 1926 erreicht. Auf die Westfalenmeisterschaft 1947 folgte 1956 der erste Deutsche Meistertitel, der im Folgejahr verteidigt und 1963 erneut erlangt werden konnte.

Borussia Dortmund konnte 1965 erstmals den DFB-Pokal gewinnen und gewann 1966 mit einem Sieg gegen Liverpool als erster deutscher Verein den Europapokal der Pokalsieger. Nach vier Jahren in der 2. Bundesliga gelang Borussia Dortmund 1976/77 der Wiederaufstieg. Auch die 80er Jahre waren zunächst von durchwachsenen Ergebnissen geprägt. 1989 kehrte der Verein dann wieder auf den Erfolgsweg zurück und wurde DFB-Pokalsieger. Borussia Dortmund qualifizierte sich in den 90er Jahren nahezu durchgängig für internationale Wettbewerbe (Ausnahmen: 1990/91 und 1997/98). 1995 und 1996 errang Borussia Dortmund unter dem Trainer Ottmar Hitzfeld zweimal in Folge die Deutsche Meisterschaft. Mit einem Sieg gegen Juventus Turin gewann der Verein zudem 1997 als erster deutscher Verein die Champions League; im gleichen Jahr besiegte Dortmund in Tokio die Mannschaft des Südamerikameisters Belo Horizonte und wurde Weltpokalsieger. Den großen Erfolgen in den 90er Jahren war ein durch hohe Investitionen geprägter Mannschaftsaufbau vorausgegangen. 2002 konnte Borussia Dortmund die sechste Deutsche Meisterschaft gewinnen und stand, wie bereits 1993, im UEFA-Cup-Endspiel.

Nach dem Meisterjahr 2002 folgte ein tiefgreifender Umbruch. Die Mannschaft konnte den sportlichen Erwartungen in den beiden Folgejahren nicht mehr gerecht werden. Mit Trainer Bert van Marwijk für Matthias Sammer vollzog der BVB im Mai 2004 einen sportlichen Neuanfang. Die Nichtteilnahme an den internationalen Fußballwettbewerben als Folge des ausgebliebenen sportlichen Erfolgs in der Bundesliga sowie veränderte Marktbedingungen ebenso wie die Insolvenz der KirchMedia-Gruppe, stellte Borussia Dortmund vor große wirtschaftliche Herausforderungen. Dr. Gerd Niebaum trat nach 18 Jahren von seinen Ämtern zurück.

Niebaums Nachfolger als BVB-Präsident wurde Dr. Reinhard Rauball, der Borussia Dortmund bereits von 1979 bis 1982 und 1984 bis 1986 geführt hatte. Geschäftsführer in der KGaA wurde Hans-Joachim Watzke. Durch die Verabschiedung eines umfassenden Sanierungskonzeptes konnte der BVB seine Geschäftsgrundlage im Februar 2005 sichern. Seit der Saison 2005/06 steht Borussia Dortmund vor der Herausforderung, mit einem engen finanziellen Korsett im Rahmen seines strikten Konsolidierungskurses die sportlichen Ambitionen zu wahren. In den vergangenen drei Spielzeiten konnte Borussia Dortmund die Plätze 7 (Saison 2004/05 und 2005/06) und 9 (2006/07) erreichen.

Tabellenplatzentwicklung Borussia Dortmund



Quelle: DFL

ORGANISATION

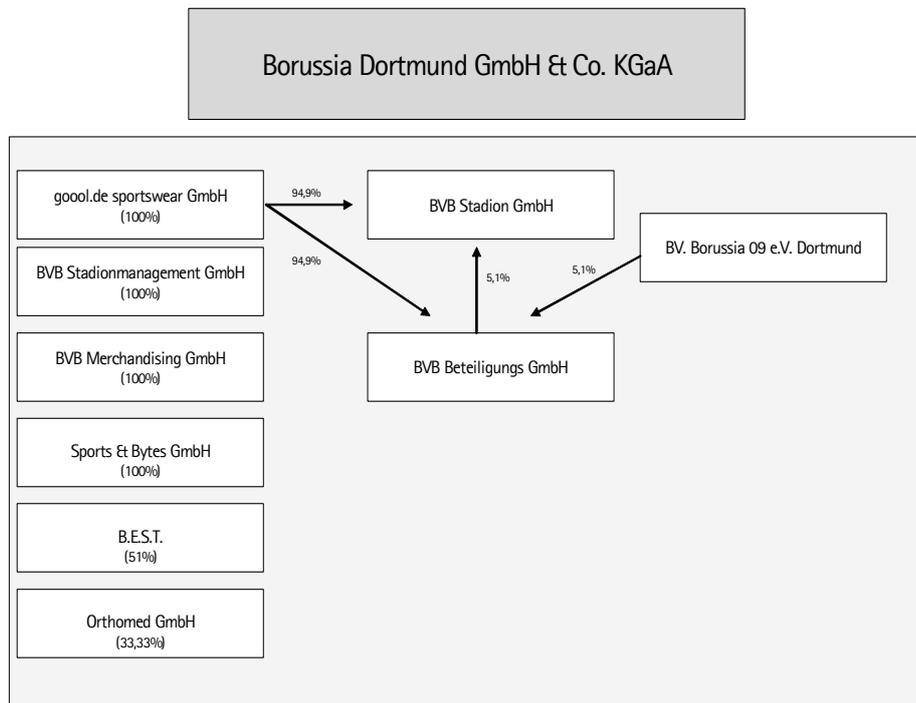
Die Geschäftsführung und Vertretung der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA wird durch die persönlich haftende Gesellschafterin, die Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH, vorgenommen. Geschäftsführer der GmbH sind Hans-Joachim Watzke und Thomas Treß.

Hans-Joachim Watzke, Diplom-Kaufmann, ist zudem alleiniger geschäftsführender Gesellschafter der Watex-Schutz-Bekleidungs-GmbH, einem bedeutenden Hersteller von Feuerwehr- und Arbeitskleidung mit Sitz im Sauerland. Hans-Joachim Watzke selbst ist seit 1996 BVB-Vereinsmitglied. Vom 1.7.2005 bis 31.12.2005 fungierte Watzke als alleiniger Geschäftsführer der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH. Seit dem 1.1.2006 ist er Vorsitzender der Geschäftsführung.

Thomas Treß, ausgebildeter Dipl.-Kaufmann, war vor seinem Dienstantritt beim BVB in Dortmund Generalbevollmächtigter und Partner der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft RöfßPartners und hat im Rahmen dieser Tätigkeit die Sanierung des Unternehmens Borussia Dortmund verantwortlich begleitet und vorangetrieben. Thomas Treß wurde am 11. Oktober 2005 vom Präsidialausschuss des Beirates der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH als zweiter Geschäftsführer bis zum 31. Dezember 2008 bestellt. Seit dem 1. Januar 2006 ist Thomas Treß für die Bereiche „Finanzen“ sowie „Organisation“ zuständig.

Der Alleingesellschafter ist der Ballspielverein Borussia 09 e.V. Dortmund. Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA hält verschiedene Beteiligungen in mit Fußball verbundenen Geschäftsfeldern.

Beteiligungsstruktur



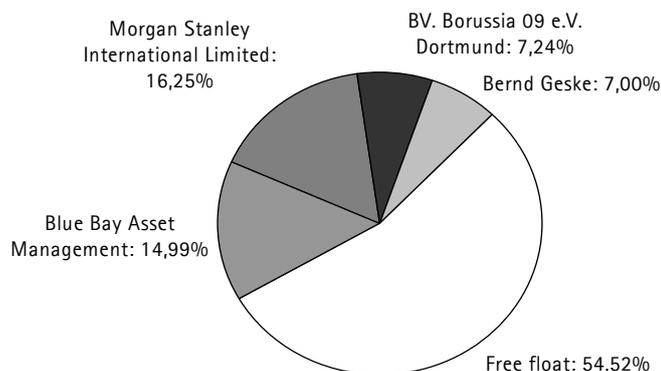
Quelle: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

BÖRSENGANG 2000/ AKTIONÄRSSTRUKTUR

Borussia Dortmund ist seit dem 31. Oktober 2000 als erster und bislang einziger deutscher Fußballverein an der Börse notiert. Durch den Börsengang wurden netto 260 Mio. DM Erlöst. Die von der außerordentlichen Hauptversammlung am 15. August 2006 zuletzt beschlossene Kapitalerhöhung wurde am 19. September 2006 in das Handelsregister des Amtsgerichts Dortmund eingetragen. Damit hat sich das Grundkapital der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

auf 61.425.000 € erhöht. Die im Zuge der Kapitalerhöhung zugeflossenen 15,1 Mio. € wurden zur Finanzierung des Working capital (10 Mio. €) und zum Abbau von Verbindlichkeiten verwendet. Die Aktionärsstruktur stellt sich wie folgt dar (Stand: 18.2.2008):

Aktionärsstruktur



Quelle: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

STRATEGIE UND ZIELE DER GESELLSCHAFT

Borussia Dortmund verfolgt nach Aussagen des Managements das Ziel, „sich mittelfristig hinter dem FC Bayern München als einer der führenden deutschen Fußballclubs zu etablieren“. Auf mittlere Sicht soll der Verein wieder um die ersten fünf (Europapokal-) Plätze mitspielen. Zielgerichtete Investitionen in den Lizenzspielerkader sind sicherlich der Schlüssel zur Erreichung dieses Ziels. Hier sollen lediglich maßvolle Investitionen vorgenommen werden, die aus möglichen Überschüssen finanziert werden sollen. Mit der Verbesserung der operativen Lage würden sukzessive größere Investitionen möglich werden. Hierbei ist zu beachten, dass Investitionsentscheidungen im Spielerbereich grundsätzlich mit Unsicherheiten behaftet sind und ex ante oftmals nur schwer zu beurteilen sind. Borussia Dortmund hat in den letzten Jahren seine Nachwuchsförderung ausgebaut. Nachdem dies zunächst wirtschaftlichen Zwängen geschuldet war, rekrutiert der Verein zunehmend bereitwillig aus dem Jugendbereich. Aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität in der Fußballbundesliga ist das o.g. Ziel als ambitioniert zu betrachten. Im Wettkampf um die finanziell und sportlich lukrativen Europapokal-Plätze ist eine Vielzahl von Vereinen involviert.

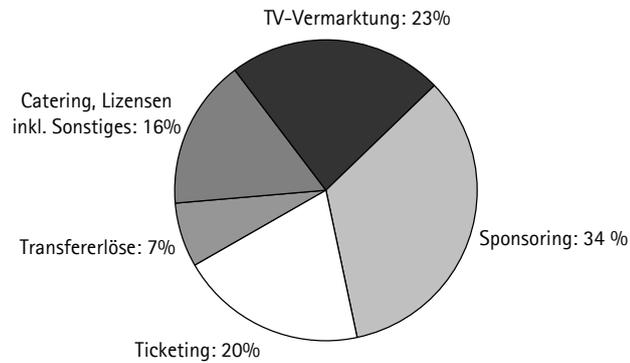
Auf der betriebswirtschaftlichen Seite ist es erforderlich, die Marke Borussia Dortmund bestmöglich zu nutzen. Das Unternehmen plant, das Lizenzierungsgeschäft weiter auszubauen. Zudem beabsichtigt die Gesellschaft, die Potenziale, die aus der breiten Fanbasis entstehen, effizienter zu nutzen, z.B. durch die Vermarktung eines vereinseigenen Museums und durch das Anbieten von Stadionführungen. Borussia Dortmund hat mit dem Erlangen des alleinigen Vermarktungsrechts hier weiteren Spielraum erhalten.

Investitionen sollen neben dem Lizenzspielerkader insbesondere in Modernisierungsmaßnahmen des SIGNAL IDUNA PARK fließen.

Die Finanzstruktur von Borussia Dortmund wurde bereits deutlich verbessert. Im letzten Quartal wurden (wie bereits in den vergangenen Jahren) Umschichtungen von langfristigen Verbindlichkeiten in den kurzfristigen Bereich vorgenommen. Das Management gab zuletzt an, dass Bankverbindlichkeiten in Höhe von 10,9 Mio. € in 2007/08 abgebaut werden können.

Betrachtet man die Erlösstruktur von Borussia Dortmund, lassen sich die Treiber des Geschäfts erkennen.

Umsatzerlösstruktur Geschäftsjahr 2006/07



Quelle: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Den höchsten Anteil an den Umsatzerlösen von Borussia Dortmund hat der Bereich Sponsoring (34% im Geschäftsjahr 2006/07). Hier konnten die Erlöse um über 12% im Vergleich zum Vorjahr gesteigert werden. Der hohe Zuschauerschnitt von Borussia Dortmund sichert eine ausreichende Attraktivität von Werbeauftritten. Das Unternehmen unterteilt seine Sponsoring-Partner in:

- Champion Partner: national und international tätige Unternehmen, die neben dem Namensgeber für das Stadion, dem Hauptsponsor und dem Ausrüster immer dann integriert werden, wenn Borussia Dortmund medienwirksam auftritt
- Partner: Unternehmen, die Bandenwerbung, Innenraumaktionen u.ä. vornehmen und Borussia Dortmund in die eigene PR-Arbeit integrieren
- Business-to-Business-Unternehmen: Unternehmen, die die Gastronomieangebote nutzen und z.T. mit klassischen Werbemaßnahmen kombinieren

Insbesondere die Champion-Partner bieten dem Verein substanzielles Erlöspotenzial. Es ist allerdings zu beachten, dass die Potenziale bei ausschließlicher Teilnahme an nationalen Wettbewerben beschränkt sind. Nicht zuletzt das Sponsoring ist stark von der Medienpräsenz abhängig. Eine Stagnation in der Tabellenplatzentwicklung hätte auch eine stagnierende Entwicklung in den Sponsoring-Einnahmen zur Folge. Der derzeitige Ausrüstervertrag mit Evonik läuft 2008/09 aus, so dass Borussia Dortmund ab 2009/10 hier höhere Erträge erzielen könnte. Voraussetzung hierfür ist aber eine Verbesserung der sportlichen Situation.

Der Bereich TV-Vermarktung machte im Geschäftsjahr 2006/07 23% der Umsatzerlöse aus. Die Ausschüttungen aus den Bundesliga-Übertragungen werden anhand einer Verteilungsliste vorgenommen, welche aus den gewichteten Platzierungen der letzten 4 Spielzeiten resultiert. Per 30.6.2007 rangierte Borussia Dortmund auf Platz 7 der Verteilungsliste. Der seit 2006/07 geltende TV-Vertrag garantiert den Vereinen der 1. und 2. Bundesliga Ausschüttungen von insgesamt 1,2 Mrd. €. Ab der Spielzeit 2009/10 garantiert der neue Rechteinhaber Sirius der DFL Vermarktungserlöse von jährlich durchschnittlich 500 Mio. €.

Da Borussia Dortmund in das Halbfinale des DFB-Pokals vorgedrungen ist, ist im laufenden Geschäftsjahr mit Zusatzerlösen aus diesem Wettbewerb zu rechnen. Alleine 1,1 Mio. € sind aus TV-Rechten und Bandenwerbung garantiert. Wir kalkulieren mit Erlösen von rund 4 Mio. € aus dem laufenden Wettbewerb.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen 20% der Umsatzerlöse aus dem Ticketing erzielt. Borussia Dortmund konnte in der letzten Saison einen Zuschauerschnitt von 72.164 Zuschauern aufweisen. 44.018 Dauerkarten wurden für die Spielzeit 2006/07 ausgegeben. In Verbindung mit einer Merchandising-Aktion konnte der Dauerkartenverkauf für die Saison 2007/08 mit 50.549 verkauften Dauerkarten (der Erstligadurchschnitt liegt bei 20.450 Dauerkarten) deutlich erhöht werden. Der aktuelle Zuschauerschnitt von Borussia Dortmund liegt bei 74.389 (nach 10 Heimspielen), womit der Verein ein hohes Niveau erreicht hat. Das Aufwärtspotenzial ist dementsprechend begrenzt und der Verein ist bestrebt, das hohe Level zu erhalten. Die letzten (sportlich mittelmäßigen) Jahre haben gezeigt, dass die Loyalität der Anhänger hoch ist. Allerdings sind Preissteigerungen nur in sehr geringem Maße durchsetzbar. Zudem stellt eine Entzerrung des Spieltags im Bezug auf die Zuschauerzahlen ein Downturn-Risiko dar, da insbesondere die Spieltermine am Sonntag auf geringeres Zuschauerinteresse stoßen als der klassische Samstagstermin.

Die Geschäftsführung plant nicht mit möglichen Mehreinnahmen aus Europapokal und DFB-Pokal. Das Erreichen des Halbfinals im DFB-Pokal in der aktuellen Spielzeit sichert dem Verein somit nicht eingeplante Mehreinnahmen.

Aus Catering, Lizenzen inkl. Sonstiges erzielte die Gesellschaft 16% der Umsätze. Dieser Geschäftsbereich korreliert in starkem Maße mit der Entwicklung im Sponsoring, da viele Großkunden neben der Werbung auch einen Cateringanteil vertraglich fixieren. Der im Geschäftsjahr 2006/07 realisierte Bau des Conference Center soll eine positive Erlösentwicklung ermöglichen.

Borussia Dortmund hat in 2006/07 durch Transfererlöse 7% der Gesamterlöse erzielt. Die Einnahmen in diesem Geschäftsfeld sind schwer zu kalkulieren, da sie einer Vielzahl von Einflussfaktoren unterliegen. So konnte beispielsweise im letzten Geschäftsjahr David Odonkor, nach einer erfolgreichen WM in Deutschland, für 6 Mio. € zu Betis Sevilla transferiert werden.

DIE TV-RECHTE

Mitte Oktober erhielt ein von Leo Kirch beherrschtes Unternehmen (Sirius) die Vermarktungsrechte für die Bundesligarechte für sechs Jahre ab der Spielzeit 2009/10. Sirius garantiert der DFL Vermarktungserlöse von jährlich durchschnittlich 500 Mio. € (bisher 440 Mio. €). Die Mehreinnahmen sollen durch eine bessere internationale Vermarktung realisiert werden. Sirius plant, den Kunden ein schlüsselfertiges Produkt samt Produktion zu liefern. Dies wiederum könnte bei einer Reihe von potenziellen Gesellschaften, wie Satellitenbetreibern und DSL-Anbietern, für ein höheres Interesse an der Bundesliga sorgen. Bisher haben die hohen Finanzierungskosten Markteintritte behindert. Letztlich steigt durch mögliche Markteintritte die Wettbewerbsintensität im Pay-TV-Bereich, was in der Folge den Preis für die Bundesligarechte erhöhen würde. Zudem bietet die Auslandsvermarktung unter dem Label der DFL neue Ertragspotenziale für das Produkt Bundesliga.

Der derzeitige Rechte-Inhaber Premiere opponiert gegen dieses Modell, da zum einen die Zusammenarbeit zwischen DFL und Sirius kartellrechtlich unzulässig sei und zum anderen eine marktbeherrschende Stellung der DFL entstehen würde. Premiere sieht sich durch das Einheitsprodukt der DFL zielgerichtet diskriminiert. Entsprechend hat der Sender das Bundeskartellamt angerufen, um den Vertrag zwischen der DFL und Leo Kirch aufheben zu lassen.

Die von der DFL geforderte Bankbürgschaft hat Leo Kirch inzwischen vorgelegt. Die DFL bereitet derzeit die Ausschreibung der TV-Rechte für die Spielzeiten 2009/2010 bis 2011/2012 vor. Ursprünglich wollte die DFL die Ankündigung der Ausschreibung bereits Anfang März verschicken. Grundsätzlich sind in der TV-Vermarktung des Fußballs folgende Trends auszumachen, die unter dem Strich den Bundesligavereinen zugute kommen sollten:

- Differenzierung der Anstoßzeiten: Durch einen weiter aufgefächerten Spieltag lässt sich eine höhere Zahl an Live-Spielen im Free-TV implementieren. Dies ist

insbesondere für Großsponsoren lukrativ, deren Reichweite sich vergrößern würde.

- Größeres Angebot an Pay-TV: Für die Pay-TV-Sender ist eine breitere Streuung ihres Abonnement-Angebots sowie eine höhere Exklusivität ihrer Sendeinhalte von Interesse. Dementsprechend steht die Sportschau zur Disposition.
- Differenzierung der Pay-TV-Angebote: Sirius strebt an, verschiedene Angebotsoptionen mit differenzierten Inhaltspaketen zur Verfügung zu stellen. Die Pay-TV-Sender würden somit individuell bepreist. Dies hätte zur Folge, dass auch der Endkunde unter einer Vielzahl von Angeboten wählen könnte.

Die Bundesliga-Vereine sind an einer Wertsteigerung der Marke Bundesliga interessiert, die in steigenden TV-Einnahmen zum Ausdruck käme. Insbesondere im Hinblick auf die Auslandsvermarktung existieren Ertragspotenziale.

Derzeit wird auch der Themenkomplex „Zentralvermarktung vs. Einzelvermarktung“ kontrovers diskutiert. Das Bundeskartellamt hat grundlegende Bedenken gegen die seit Jahren praktizierte Zentralvermarktung der Medienrechte der Fußball-Bundesliga angemeldet.

Größere Vereine wie insbesondere der FC Bayern München würden ohne Zweifel von der Einzelvermarktung profitieren, während die kleineren Vereine bei der derzeitigen Vermarktungssituation besser gestellt sind. Für Borussia Dortmund wären auf der einen Seite hohe Vermarktungserlöse für Top-Spiele gegen Bayern München oder Schalke 04 möglich. Weniger attraktive Spielpaarungen könnten aber auf der Gegenseite geringere Erlöse zur Folge haben. Für die Zentralvermarktung sprechen nicht zuletzt die im Vergleich zur Einzelvermarktung geringeren Transaktionskosten für die Gesamtheit der Vereine. Aus unserer Sicht wird nach derzeitigem Kenntnisstand mittelfristig die Zentralvermarktung bestehen bleiben, wenngleich ein Trend zu einer stärker nach Erfolg bemessenen Ausdifferenzierung der Vermarktungserlöse zu erkennen ist und weiter Modifizierungen des derzeit geltenden Zentralvermarktungsmodells denkbar sind.

Es besteht beispielsweise die Möglichkeit, künftig einzelne Übertragungsrechte wie ein Top-Spiel am Samstag von den beteiligten Klubs selbst vermarkten zu lassen.

Dies hätte auch Auswirkungen auf das Abkommen der DFL mit Sirius. Fällt das Übertragungspaket kleiner aus als geplant, müssten an dem Vertragswerk entsprechende Korrekturen vorgenommen werden.

SWOT-ANALYSE

- + das Management von Borussia Dortmund hat das Unternehmen saniert und konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr nach drei Jahren mit z.T. deutlichen Verlusten ein zweistellig positives Ergebnis ausweisen
- + neuer TV-Vertrag bietet Ertrags- und Vermarktungspotenziale
- + es wurde Kontinuität in Geschäftsführung und sportlicher Leitung geschaffen
- + breite Fanbasis sorgt für hohes Niveau an Ticketing-Erlösen
- + sowohl bzgl. Sportausrüstervertrag als auch bzgl. der Eigenvermarktung wachsen die Ertragspotenziale von Borussia Dortmund in den kommenden Jahren
- + strukturelle und operative Verbesserungen im Merchandising zeigen Wirkung
- + Fremdkapital konnte restrukturiert werden
- + enger finanzieller Spielraum begrenzt Investitionen in die Mannschaft
- Aktie weist hohe Korrelation zu den naturgemäß volatilen sportlichen Entwicklungen auf
- Konkurrenzsituation in der Bundesliga erschwert genaue Planbarkeit von sportlichen und somit auch finanziellen Zielen
- Investitionen in neue Spieler sind mit spezifischen Unsicherheiten behaftet
- Aktien von Fußballvereinen unterliegen einer hohen Volatilität
- vorerst sind keine Ausschüttungen zu erwarten

DAS ABGELAUFENE GESCHÄFTSJAHR 2006/2007

Das Unternehmen legt bei Finanzpublikationen sowohl Zahlen für die KGaA als auch für den Konzern vor. Bei unserer Analyse stützen wir uns auf die Zahlen der KGaA, die nach unserer Auffassung eine höhere Relevanz für den Kapitalmarkt besitzen.

Das Geschäftsjahr 2006/07 zeigt deutliche operative Verbesserungen im Vergleich zum Vorjahr. Die Umsatzerlöse der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 90,9 Mio. € (Vorjahr: 83,3 Mio. €). Die Umsatzerlöse aus dem Ticketing betragen 18,3 Mio. € (Vorjahr € 17,2 Mio. €). Aus TV-Rechten konnten 21,3 Mio. € Erlöst werden. Im Vorjahr wurden hier nur 14,8 Mio. € ausgewiesen. Der Bereich Sponsoring lieferte Umsätze in Höhe von 30,5 Mio. € (Vorjahr € 27,2 Mio. €). Die Transfererlöse, die naturgemäß volatil sind, sanken von 12,4 Mio. € in 2005/06 auf 6,8 Mio. €. Im Bereich Catering/Lizenzen/Sonstiges wurden 14,1 Mio. € Erlöst (Vorjahr: 11,7 Mio. €).

Die verbesserten Umsätze sind vor dem Hintergrund einer sportlich mittelmäßigen Saison (Platz 9 in der Schlusstabelle der Saison 2006/07) als gut einzustufen.

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 ein EBIT von 15,8 Mio. € (Vorjahr: -12,0 Mio. €). Der Jahresüberschuss belief sich auf 10,3 Mio. € (Vorjahr: -3,9 Mio. €). Die Personalaufwendungen der Gesellschaft, von welchen 29,2 Mio. € auf den Lizenzspielerkader entfallen, wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr planmäßig von 37,3 Mio. € auf 34,3 Mio. € zurückgeführt.

Die Abschreibungen reduzierten sich von € 7,7 Mio. um 0,8 Mio. € auf 6,9 Mio. €. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind im Vergleich zum Vorjahr von 57,0 Mio. € um 14,3 Mio. € auf 42,7 Mio. € gesunken. Dieser Rückgang resultierte hauptsächlich aus um 5,8 Mio. € verminderten Transferaufwendungen, 4,4 Mio. € reduzierten Rechts- und Beratungskosten, dem Wegfall von Aufwendungen für Markenwertrisiken in Höhe von 2,7 Mio. €, um 2,4 Mio. € verminderten Wertberichtigungen auf Forderungen sowie um 1,3 Mio. € verminderten Lizenzgebühren. Demgegenüber stehen um 1,6 Mio. € erhöhte Vermarktungsprovisionen. Das Finanzergebnis der Gesellschaft verschlechterte sich von -1,0 Mio. € um 4,5 Mio. € auf -5,5 Mio. €. Hintergrund dieser Veränderung ist im Wesentlichen die Neustrukturierung der Stadionfinanzierung im Zuge des Rückkaufs der Stadionanteile durch in den Organkreis eingebundene Konzerntochtergesellschaften sowie die konzerninterne Neustrukturierung des Stadionmietverhältnisses und der in diesem Zusammenhang erfolgten mittelbaren Einbringung eines Mieterdarlehens durch die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA in die Stadiongesellschaft. Das Konzernfinanzergebnis

hingegen verbesserte sich im Zuge der im Juni 2006 durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen um 2,8 Mio. € gegenüber dem Vorjahr.

In den Zahlen zum Geschäftsjahr 2006/07 sind Sondereffekte aus der FIFA Fußball-Weltmeisterschaft in Deutschland enthalten. Im Posten Sonstige betriebliche Erträge (8,7 Mio. €) sind Ausschüttungen aus den Gewinnen der Veranstaltung in Höhe von 4,6 Mio. € enthalten. Die Vermietungs- und Verpachtungserlöse des SIGNAL IDUNA PARK im Rahmen der FIFA Fußball-Weltmeisterschaft stellen den Hauptanteil des Postens Sonstige Erlöse (5,9 Mio. €) dar.

ZAHLEN ZUM ERSTEN HALBJAHR 2007/08

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA erzielte im ersten Halbjahr 2007/08 (1.7.2007 - 30.9.2007) ein operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von -1,3 Mio. € (Vorjahr: 10,0 Mio. €). Das Halbjahresergebnis vor Steuern (EBT) beläuft sich auf -3,9 Mio. € (Vorjahr: 8,2 Mio. €), das Gesamtergebnis beträgt ebenfalls -3,9 Mio. € (Vorjahr: 8,2 Mio. €).

Die Abweichungen zum Vorjahr liegen in Sondereffekten begründet. In 2006/07 wurden signifikante Transfererlöse erzielt. Zudem sind Erträge aus der FIFA Fußball-WM enthalten.

Im Konzern beendete Borussia Dortmund das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2007/08 mit einem nach IFRS ermittelten Fehlbetrag in Höhe von 5,9 Mio. € (Vorjahr: positives Ergebnis von 8,0 Mio. €). Das Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) betrug 6,6 Mio. € (Vorjahr: 17,4 Mio. €).

Das operative Ergebnis (EBIT) im Konzern belief sich auf -1,3 Mio. € (Vorjahr: 10,7 Mio. €). Die Umsatzerlöse betragen 50,1 Mio. € (Vorjahr 54,0 Mio. €). Der Personalaufwand erhöhte sich auf 21,0 Mio. € (Vorjahr 18,6 Mio. €). Hier wirkten sich im Wesentlichen gestiegene Personalaufwendungen für die Lizenzspieler aus.

Die Abschreibungen lagen bei 7,9 Mio. € (Vorjahr 6,6 Mio. €). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen betragen im Berichtszeitraum 20,2 Mio. € (Vorjahr: 18,9 Mio. €). Borussia Dortmund hat im abgelaufenen ersten Halbjahr planmäßige Tilgungen der Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 2,8 Mio. € vorgenommen. Außerdem wurde eine Sondertilgung in Höhe von 5,0 Mio. € durchgeführt. Zinsen und ähnliche Aufwendungen reduzierten sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum von 5,1 Mio. € auf 4,8 Mio. €.

DER AUSBLICK

Die Geschäftsführung geht trotz des planmäßig negativen Ergebnisses für das erste Halbjahr von einem insgesamt positiven Gesamtjahresergebnis 2007/08 (auf EBITDA-Basis) des Konzerns aus. Dividendenzahlungen sind mittelfristig nicht zu erwarten. Die Gesellschaft rechnet mit möglichen Ausschüttungen frühestens in drei bis vier Jahren.

Das Unternehmen stellt Umsatzerlöse von „rund 87 Mio. € bis 90 Mio. €“ in Aussicht. Neben erwarteten Steigerungen bei den Sponsoringerlösen und möglichen Erfolgen auf dem Transfermarkt im zweiten Halbjahr des Geschäftsjahres wird die wirtschaftliche Entwicklung vom weiteren sportlichen Erfolg der Lizenzmannschaft in der Bundesliga und im DFB-Pokal abhängig sein. Die sportlichen Leistungen der Profimannschaft haben sich in der laufenden Saison als sehr volatil erwiesen. Sportlichen Erfolgen wie das Erreichen des Halbfinals im DFB-Pokal oder der hohe Heimspielsieg gegen Arminia Bielefeld (6:1) stehen Enttäuschungen wie Heimspielniederlagen gegen den Hamburger SV (0:3) oder ein 0:4 beim VfL Wolfsburg gegenüber.

In unserem Basisszenario unterstellen wir für die kommenden zwei Spielzeiten, dass sich Borussia Dortmund nicht für einen europäischen Wettbewerb qualifiziert. Wir rechnen damit, dass die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2007/08 die „schwarze Null“ im Ergebnis erreicht. Das Unternehmen sollte ab 2009/10 von höheren Einnahmen aus dem neuen TV-Vertrag sowie aus dem dann neu ausgehandelten Ausrüstervertrag profitieren.

Borussia Dortmund GmbH & Co. KgaA		2006/07		2007/08e		2008/09e		2009/10e	
in Mio. €									
Umsatz		90,9	100,0%	96,3	100,0%	98,0	100,0%	108,0	100,0%
EBIT		15,8	17,4%	6,3	6,6%	6,5	6,6%	12,5	11,6%
Bereinigter Jahresüberschuss		15,9	17,5%	0,9	1,0%	1,5	1,6%	5,6	5,2%
Ergebnis je Aktie in €		0,17		0,02		0,03		0,09	

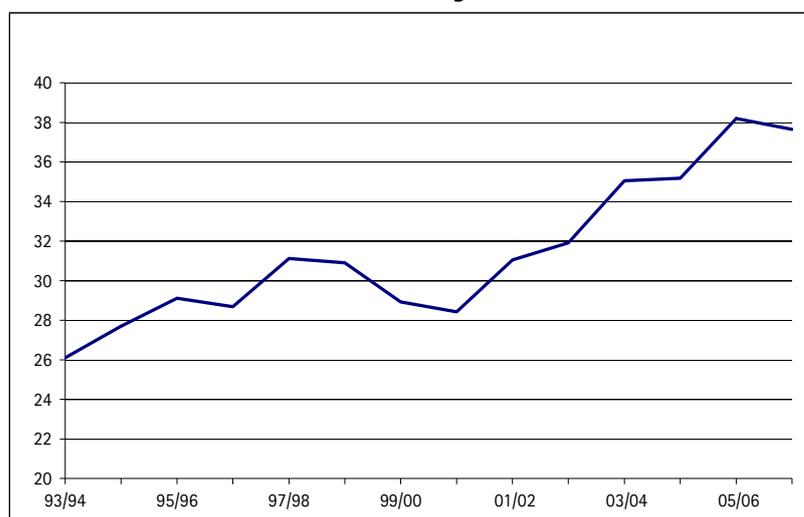
Erhebliches Zusatzpotenzial ergäbe sich im Falle des Erreichens eines europäischen Wettbewerbs. Unser Alternativszenario berücksichtigt Mehrerlöse und Mehrkosten beim Erreichen des UEFA-Cups (unterstellt wurde das Erreichen des Achtelfinals).

Borussia Dortmund GmbH & Co. KgaA		2006/07		2007/08e		2008/09e		2009/10e	
in Mio. €									
Umsatz		90,9	100,0%	96,3	100,0%	111,5	100,0%	120,0	100,0%
EBIT		15,8	17,4%	6,3	6,6%	18,4	16,5%	23,2	19,3%
Bereinigter Jahresüberschuss		15,9	17,5%	0,9	1,0%	8,7	7,8%	12,4	10,3%
Ergebnis je Aktie in €		0,17		0,02		0,14		0,20	

Ein deutlich darüber hinausgehender Hebel bestünde in einer Champions League-Teilnahme. In diesem Fall würde sich die gesamte Erlösstruktur des Vereins verändern. Die Champions League bietet den Teilnehmern weit über das UEFA-Pokal-Niveau hinausgehende Einnahmen. In der abgelaufenen Saison 2006/07 wurden jedem Teilnehmer an der Gruppenphase alleine 4,4 Mio. € an Ausschüttungen garantiert. Der letztjährige Champions-League-Sieger AC Mailand erlöste insgesamt 39,6 Mio. € durch Prämien der UEFA. Dies berücksichtigt keine Mehrerlöse durch Sponsoring u.ä.

Unserer Auffassung nach befindet sich die Branche in einem intakten Umfeld. Dies gilt insbesondere für die deutschen Profiligen. Die Entwicklung des Zuschauerschnitts in der 1. Bundesliga verdeutlicht den positiven Trend.

Zuschauerschnitt der 1. Bundesliga (in Tsd. Personen)



Quelle: DFL

Hier wirkt sich offenbar auch die vergleichsweise ausgeglichene Finanzmittelausstattung der Bundesligisten positiv aus, da die Bundesliga somit mehr Spannung liefert. Zukünftig steht die Liga vor der Herausforderung, steigende TV-Einnahmen und steigende Zuschauerzahlen zu erzielen. Während die TV-Sender eine weitere Spreizung der Anstoßtermine präferieren, hat sich der klassische Samstagnachmittag-Termin als die von den Zuschauern bislang bevorzugte Variante erwiesen.

DIE BEWERTUNG

Zur Bewertung würde sich grundsätzlich eine Peer-Group-Analyse eignen. Allerdings fehlt Borussia Dortmund aufgrund der Statuten der Deutschen Fußball Liga (DFL) im Gegensatz zu z.B. englischen Fußballclubs derzeit die Übernahmefantasie. Um Investoren nicht nur eine (Minderheits-) Beteiligung, sondern auch eine Übernahme eines deutschen Klubs zu ermöglichen, müsste zunächst eine Satzungsänderung durchgeführt werden (50 + 1-Regelung der Satzung des Ligaverbands). Die "50+1"-Vorschrift in der Satzung des Ligaverbandes legt fest, dass der Verein mehrheitlich an der lizenzierten Kapitalgesellschaft beteiligt sein und über 50 Prozent der Stimmenanteile zuzüglich mindestens eines weiteren Stimmenanteils in der Versammlung der Anteilseigner verfügen muss.

Die Regelung ist in Paragraph acht (Nummer 2, Absatz 2) der Satzung des Ligaverbandes und wortgleich in Paragraph 16c (Nummer 2) der DFB-Satzung verankert. Für eine Satzungsänderung bedarf es jeweils einer Zweidrittel-Mehrheit der Mitgliederversammlung des Ligaverbandes und des DFB.

Die Spitze der Deutschen Fußball Liga (DFL) will die Frage nach einer möglichen Mehrheitsbeteiligung von Investoren an den Profiklubs noch in diesem Jahr beantworten. Wir rechnen mittelfristig nicht mit einer Änderung der DFL-Statuten, da die notwendige Mehrheit hierfür derzeit nicht darstellbar ist.

Bei Borussia Dortmund wäre für eine Einflussnahme von Investoren zusätzlich eine Änderung der Rechtsform erforderlich, da in der KGaA die Geschäftspolitik vom Komplementär, der Borussia Dortmund Geschäftsführungs GmbH, bestimmt wird.

Um den fairen Wert der Aktie von Borussia Dortmund zu ermitteln, greifen wir aufgrund der durch die beschriebenen Umstände mangelnden Aussagekraft der Peer-Group-Analyse auf ein DCF-Modell zurück.

DCF-Modell Borussia Dortmund						
in Mio. Euro	2007/08e	2008/09e	2009/10e	2010/11e	2011/12e	
Umsatz	96,3	98,0	108,0	113,4	119,1	
- zum Vorjahr in Prozent	5,9%	1,7%	10,2%	1,7%	10,2%	
EBIT	6,3	6,5	12,5	13,6	16,7	
- zum Vorjahr in Prozent	-59,9%	2,5%	92,3%	8,9%	22,5%	
EBIT-Marge	6,6%	6,6%	11,6%	12,0%	14,0%	
Steuern	0,4	0,7	2,4	4,1	5,0	
Abschreibungen	9,0	9,5	10,0	8,5	8,9	
Abschreibungsquote	9,3%	9,7%	9,3%	7,5%	7,5%	
Capex	8,0	9,0	10,0	11,5	12,5	
Investitionsquote	-8,3%	-9,2%	-9,3%	-10,1%	-10,5%	
Veränderungen im Working Capital	0,3	-2,8	-2,5	0,0	0,0	
in Prozent vom Umsatz	0,3%	-2,8%	-2,3%	0,0%	0,0%	
Free Cash-flow	6,7	9,1	12,6	6,5	8,1	

Barwertermittlung						
in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	TV
Free Cash-flow	6,7	9,1	12,6	6,5	8,1	6,7
Abzinsungszeitraum in Jahren	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3	4,3
WACC	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%
Cash-flow Wachstum in der TV-Phase						2,0%
Terminal Value						109,4
Barwertfaktor	0,98	0,90	0,84	0,77	0,72	0,72
Barwert	6,5	8,2	10,5	5,1	5,8	78,3
Summe Barwerte						114,4
- Minderheitenanteile						0,9
- Nettofinanzverbindlichkeiten						10,0
- Pensionsverpflichtungen						0,2
Unternehmenswert						103,3
Anzahl Aktien						61,4
Fairer Wert je Aktie in Euro						1,60

Quelle: Bankhaus Lampe

Sensitivitätsanalyse DCF-Modell							
WACC	Cash-flow Wachstum in der TV-Phase						
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
7,09	1,50	1,60	1,70	1,80	2,00	2,10	2,40
7,59	1,40	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,10
8,09	1,30	1,40	1,40	1,50	1,60	1,80	1,90
8,59	1,20	1,30	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70
9,09	1,10	1,20	1,30	1,30	1,40	1,50	1,60

Im Rahmen des DCF-Modells erhalten wir gemäß unserer Prämissen einen Fair-Value pro Aktie von 1,60 €. Diese Prämissen beinhalten u.a. ein Beta von 1,20, ein WACC von 8,09% sowie ein Cash-flow Wachstum im Terminal Value von 2%.

Im Rahmen unserer Ersteinschätzung stufen wir den Wert im Rahmen unserer Ersteinschätzung mit dem Anlageurteil Halten ein.

BILANZ

Borussia Dortmund GmbH & Co.										
Aktiva (in Mio. €)	2005/06		2006/07		2007/08e		2008/09e		2009/10e	
Langfristige Vermögensgegenstände	116,1	76,7%	128,6	79,0%	131,8	79,1%	134,9	79,2%	137,0	80,3%
Immaterielle Vermögenswerte	6,7	4,4%	15,5	9,5%	17,0	10,2%	19,5	11,5%	21,0	12,3%
Sachanlagen	30,0	19,8%	30,5	18,7%	30,5	18,3%	31,0	18,2%	31,5	18,5%
Anteile an assoziierten Unternehmen	55,3	36,6%	82,3	50,5%	84,0	50,4%	84,0	49,3%	84,0	49,3%
Finanzanlagen	24,1	15,9%	0,3	0,2%	0,3	0,2%	0,4	0,2%	0,5	0,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	64,4	42,5%	32,0	19,7%	34,9	20,9%	35,4	20,8%	33,6	19,7%
Vorräte	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,7	16,3%	18,6	11,4%	19,5	11,7%	21,0	12,3%	22,0	12,9%
Liquide Mittel	39,6	26,2%	13,4	8,3%	15,3	9,2%	14,3	8,4%	11,5	6,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,6	0,4%	2,1	1,4%	2,0	1,2%	2,0	1,2%	2,0	1,2%
Summe Aktiva	181,0	100,0%	162,8	100,0%	166,6	100,0%	170,3	100,0%	170,6	100,0%
Passiva (in Mio. €)										
Eigenkapital	52,9	34,9%	100,2	61,6%	101,2	60,7%	102,7	60,3%	108,3	63,5%
Gezeichnetes Kapital	43,9	29,0%	61,4	37,7%	61,4	36,9%	61,4	36,1%	61,4	36,0%
Kapitalrücklagen	14,6	9,7%	34,2	21,0%	34,2	20,5%	34,2	20,1%	34,2	20,0%
Gewinnrücklage	0,1	0,0%	0,0	0,0%	4,6	2,8%	5,5	3,3%	7,1	4,2%
Bilanzgewinn	-5,7	-3,8%	4,6	2,8%	0,9	0,6%	1,5	0,9%	5,6	3,3%
Rückstellungen	25,9	17,1%	3,1	1,9%	5,0	3,0%	5,0	2,9%	5,0	2,9%
Langfristige Verbindlichkeiten	33,7	22,3%	31,4	19,3%	30,4	18,2%	29,3	17,2%	23,3	13,7%
Finanzverbindlichkeiten	23,2	15,3%	22,3	13,7%	20,0	12,0%	18,0	10,6%	16,0	9,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,2	0,1%	0,3	0,2%	0,3	0,2%
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen	5,2	3,5%	4,2	2,6%	4,0	2,4%	4,0	2,3%	4,0	2,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	5,3	3,5%	4,9	3,0%	6,1	3,7%	7,0	4,1%	3,0	1,8%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	59,7	39,5%	19,5	12,0%	22,0	13,2%	25,3	14,9%	26,0	15,2%
Finanzverbindlichkeiten	41,6	27,5%	1,1	0,7%	2,5	1,5%	2,5	1,5%	2,5	1,5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,3	5,5%	4,7	2,9%	5,0	3,0%	7,8	4,6%	8,0	4,7%
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen	1,1	0,7%	4,5	3,0%	4,0	2,6%	4,0	2,6%	4,0	2,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	8,7	5,7%	9,1	5,6%	10,5	6,3%	11,0	6,5%	11,5	6,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	8,9	5,9%	8,4	5,1%	8,0	4,8%	8,0	4,7%	8,0	4,7%
Summe Passiva	181,0	100,0%	162,8	100,0%	166,6	100,0%	170,3	100,0%	170,6	100,0%

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Borussia Dortmund GmbH & Co. KgaA										
in T€	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e					
Umsatzerlöse	83,3	100,0%	90,9	100,0%	96,3	100,0%	98,0	100,0%	108,0	110,2%
Veränderung zum Vorjahr	12,6%		9,2%		5,9%		1,7%		10,2%	
Sonstige betriebliche Erträge	6,8	8,1%	8,7	9,6%	4,0	4,2%	4,0	4,1%	4,0	4,1%
Veränderung zum Vorjahr	46,8%		29,2%		-54,1%		0,0%		0,0%	
Bruttoergebnis	90,0	108,1%	99,7	109,6%	100,3	104,2%	102,0	104,1%	112,0	114,3%
Veränderung zum Vorjahr	14,6%		10,7%		0,7%		1,7%		9,8%	
Personalaufwand	37,3	44,8%	34,3	37,7%	40,0	41,5%	41,0	41,8%	44,5	41,2%
Veränderung zum Vorjahr	-18,7%		-8,2%		16,7%		2,5%		8,5%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-57,0	-68,4%	-42,7	-47,0%	-45,0	-46,7%	-45,0	-45,9%	-45,0	-45,9%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
EBITDA	-4,3	-5,1%	22,7	24,9%	15,3	15,9%	16,0	16,3%	22,5	23,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-32,4%		4,3%		40,6%	
Abschreibungen	7,7	9,2%	6,9	7,6%	9,0	9,3%	9,5	9,7%	10,0	10,2%
Veränderung zum Vorjahr	-59,9%		-10,7%		30,8%		5,6%		5,3%	
Betriebsergebnis (EBIT)	-12,0	-14,4%	15,8	17,4%	6,3	6,6%	6,5	6,6%	12,5	12,8%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-59,9%		2,5%		92,3%	
Finanzergebnis	-1,0	-1,2%	-5,5	-6,0%	-5,0	-5,2%	-4,3	-4,4%	-4,5	-4,6%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Beteiligungsergebnis	0,1	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Außerordentliches Ergebnis	10,2	12,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Ergebnis vor Steuern	-2,8	-3,3%	10,3	11,3%	1,3	1,4%	2,2	2,2%	8,0	8,2%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-87,0%		63,8%		263,6%	
Steuern	1,2	1,4%	0,1	0,1%	0,4	0,4%	0,7	0,7%	2,4	2,4%
Veränderung zum Vorjahr	---		-90,8%		280,0%		63,8%		263,6%	
Steuerquote	---		---		30,0%		30,0%		30,0%	
Jahresüberschuss	-3,9	-4,7%	10,2	11,2%	0,9	1,0%	1,5	1,6%	5,6	5,7%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-90,8%		63,8%		263,6%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	43,9		61,4		61,4		61,4		61,4	
Gewinn je Aktie (in €)	-0,09		0,17		0,02		0,03		0,09	

KENNZAHLEN

Borussia Dortmund GmbH & Co. KgaA	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e	2009/10e
Kennziffern je Aktie					
Gewinn je Aktie (in €)	-0,09	0,17	0,02	0,03	0,09
Buchwert je Aktie (in EUR)	1,21	1,63	1,65	1,67	1,76
Free Cash-flow je Aktie (in EUR)	-0,10	0,35	0,11	0,15	0,21
Dividende Aktie (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bewertungskennzahlen					
EV / Umsatz	1,8 *	1,3 *	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	neg.	5,2 *	6,8	6,5	4,6
EV/EBIT	neg.	7,5 *	16,5	15,9	8,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	neg.	10,4 *	101,3	61,8	17,0
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,8 *	1,1 *	0,9	0,9	0,9
Kurs-Free Cash-flow-Verhältnis	neg.	4,9	14,3	10,4	7,6
Price Earnings Growth Ratio	neg.	10,4	101,3	61,8	17,0
Dividendenrendite je Aktie	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	neg.	24,9%	15,9%	16,3%	23,0%
EBIT-Marge	neg.	17,4%	6,6%	6,6%	12,8%
EBT-Marge	neg.	11,3%	1,4%	2,2%	8,2%
Nettoumsatzrendite	neg.	11,2%	1,0%	1,6%	5,7%
EK-Rendite	neg.	neg.	10,1%	0,9%	1,4%
GK-Rendite	neg.	neg.	6,1%	0,6%	0,9%
Return on capital employed	neg.	neg.	10,9%	4,4%	4,5%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz / Mitarbeiter (in Tsd. €)	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter (in Tsd. €)	---	---	---	---	---
Anzahl der Mitarbeiter	---	---	---	---	---
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	34,9%	61,6%	60,7%	60,3%	63,5%
Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio.)	25,2	9,9	7,2	6,2	7,0
Gearing	176,7%	50,8%	51,8%	53,2%	45,5%
Vermögensstruktur	55,4%	24,9%	26,5%	26,2%	24,5%
Working Capital (in Mio.)	4,7	12,6	12,8	10,1	7,6
CAPEX / Abschreibungen	---	---	---	---	---
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	---	---	9,2%	5,6%	5,9%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	---	---	---	---	---
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	---	---	---	---	---
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* berechnet nach Jahresendkursen

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben ist, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
Erstschätzung	---	---	---

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (Stand: 1.1.2008):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	53,8%	100,0%
Halten	37,2%	0,0%
Verkaufen	7,7%	0,0%
under Review	1,3%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren.

Gesellschaft	Disclosure
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	---

- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
- Innerhalb der letzten zwölf Monate haben das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
- Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
- Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter des Bankhaus Lampe und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
- Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person vom Bankhaus Lampe erstellt worden.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Bankhaus Lampe KG als zuverlässig erachtet. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle Meinungen und Bewertungen geben die aktuelle Einschätzung des Researchanalysten / der Researchanalysten, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union (ausgenommen Großbritannien) sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht. Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

12. März 2008
 Sebastian Hein, Analyst
 Tel.: 0211/4952-606 Fax: -494
 sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

BERLIN

Postfach 12 06 53
D-10596 Berlin
Carmerstraße 13
D-10623 Berlin

Fon + 49 (0)30 319002-0
Fax + 49 (0)30 319002-324

BIELEFELD

Postfach 10 03 91
D-33503 Bielefeld
Alter Markt 3
D-33602 Bielefeld

Fon + 49 (0)521 582-0
Fax + 49 (0)521 175178

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden

Fon + 49 (0)351 208715-10
Fax + 49 (0)351 208715-29

DÜSSELDORF

Postfach 10 14 42
D-40005 Düsseldorf
Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf

Fon + 49 (0)211 4952-0
Fax + 49 (0)211 4912-202

FRANKFURT/MAIN

Postfach 10 08 35
D-60008 Frankfurt/Main
Freiherr-vom-Stein-Straße 65
D-60323 Frankfurt/Main

Fon + 49 (0)69 97119-0
Fax + 49 (0)69 97119-119

HAMBURG

Postfach 10 04 04
D-20003 Hamburg
Ballindamm 11
D-20095 Hamburg

Fon + 49 (0)40 302904-0
Fax + 49 (0)40 302904-18

MÜNCHEN

Postfach 10 09 31
D-80083 München
Brienner Straße 9
D-80333 München

Fon + 49 (0)89 29035-600
Fax + 49 (0)89 29035-799

MÜNSTER

Domplatz 41
D-48143 Münster

Fon + 49 (0)251 41833-0
Fax + 49 (0)251 41833-50

STUTTGART

Büchsenstraße 10
D - 70173 Stuttgart

Fon + 49 (0)711 93 30 08-10
Fax + 49 (0)711 93 30 08-99

**ATLANTIC VERMÖGENS-
VERWALTUNGSBANK**

Othmarstraße 8
CH-8008 Zürich

Fon + 41 (0)44 26658-88
Fax + 41 (0)44 26658-97

www.bankhaus-lampe.de
info@bankhaus-lampe.de



Bankhaus Lampe

FOR FEW, SPECIAL SERVICES.